万亿地方债置换冲击“政信合作”

□本报记者 刘夏村

继《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（简称43号文）之后，信托公司“政信合作”业务再度面临冲击。近日，万亿地方债置换的消息备受市场关注。业内人士认为，信托公司的“政信合作”业务将受到冲击，但影响程度取决于债务置换的范围及方式。不过，在43号文后，信托公司对于信政合作业务已经显现明显分歧，加之PPP模式几无进展，信托公司在基础设施建设投资领域陷入窘境。

新增政信合作业务受冲击

据悉，1万亿元的地方债务置换额度已被批准，允许企业在契约精神下借新还旧进行置换，财政部将很快公布置换具体计划。另据媒体此前报道，存量债务置换额度为3万亿元。

海通证券分析师姜超认为，存量债务的置换有如下几种方式：一是部分置换，市场发行。未纳入额度的到期地方政府债务仍可通过传统信托、贷款、城投债等方式偿还，这意味着融资平台相关的信托、城投债等相关高收益品种供给将明显下降。二是全面置换，市场发行。赋予地方政府3万亿地方政府债的发行权限，面向市场发行，以替代2015年到期的相应债务。这意味着与融资平台相关的信托、城投债等相关高收益品种供给将基本消失。三是全面置换，央行认购。赋予地方政府发行3万亿特别地方债的权限，面向特定投资者发行（例如政策性银行），然后通过央行再贷款来认购，这同样意味着融资平台相关的信托、城投债等相关高收益品种供给将基本消失。

值得注意的是，自2012年以后，一些信托公司做“政信合作”类业务，就要求交易对手是不在银监会下发的政府融资平台名单内的公司。某央企系信托公司研究部总经理对中国证券报记者表示，目前尚不清楚地方债务置换的范围是否包括名单外的平台公司，如果包括，则对信托公司影响较大；如果不包括，则影响相对较小。不过，该人士同时也表示，地方债务置换对于存量的政信合作产品而言，其安全性将大大提高。

信托输血基建遇挫

实际上，随着对地方债务的清理规范，与此密切相关的“政信合作”产品，其影响已经开始显现。

去年末，43号文下发之初，政信合作业务被认为将被终结，当时也因此在信托公司中间掀起了抢发这类产品的高潮。中国证券报记者了解到，今年以来，不少信托公司已经停止政信合作业务。

“现在我们公司还在卖的都是去年做的产品，今年一单都没有做。”某大型信托公司相关业务人士表示，43号文后，这类业务被剥离了政府信用是业务停做的主要原因。

不过，有信托公司在继续发行相关产品。一位从事这一业务的资深信托经理对中国证券报记者表示：“尽管目前已经剥离了政府信用，但实际上，有些平台公司或交易对手的资产质量不错，加之地方也有解决存量债务的需求，所以我们公司还在做。”

“现在行业内对这一业务分歧较大”，不过，他发现，在近期，一些之前叫停该业务的信托公司又重新开始做了。

业内人士认为，其原因在于，一方面，信政合作业务的投向大多为基础设施建设，其蕴含的投资机遇不可不察。另一方面，被认为是“政信合作”模式下一站的“PPP”模式，在信托公司中进展不大。此前，某巨无霸级信托公司原本打算参与财政部首批PPP试点项目，但融资方开出的较长的融资期限和较低的融资成本，使其最终只能放弃。

“现在，我们已经放弃这一业务了。”该公司相关业务人士对中国证券报记者无奈表示，现在公司再没有提过PPP这码事。前述信托公司研究部总经理亦认为，由于PPP模式期限较长，存在需要寻找合适的切入点，以及资金期限匹配等问题，使得信托公司参与PPP存在不小困难，短期内难以落地。

地方债务置换符合预期

债基经理：城投债还本付息压力将逐步缓解

□本报记者 徐文擎

万亿地方债务置换额度的消息传出后，一石激起千层浪。分析人士认为，允许存量债务置换主要是出于降低地方债务融资成本、防范流动性风险的考虑；借新还旧的方式有利于缓解银行对地方债坏账忧虑，同时“以时间换空间”，使地方政府能够腾挪出更多资金支持实体经济发展。

基金人士认为，从降低违约概率、疏导系统性风险的角度看，对城投债无疑是较大利好，不过从另外角度看，低息的地方债也会降低自身对基金这类机构的吸引力，只有部分产品的续发或滚动发行，以及一定规模的产业债，收益可能会达到他们的投资需求。

债务置换符合预期

目前业内人士对债务置换的具体路径和影响热议不止。民生证券研究院管清友团队称，本次债务置换只是43号文精神的传承，并未出现超预期的增量信息，未来中国全面债务货币化的可能性不大。

该报告认为，债务置换主要考虑两方面原因：一是土地财政和财政收入放缓，43号文剥离城投融资功能且新融资券种和新融资模式（PPP）尚不成熟，防范地方债务资金链断裂的系统性风险；二是拉长债务久期，存量债务置换可缓释地方再融资压力。

北信瑞丰稳定收益基金经理王靖也认为，万亿地方债置换额度并没有太超出业内预期。实际从43号文开始，业内就一直在揣摩过去高成本的地方债务要通过怎样的方式来转变，现在允许用低成本、高信用的地方债来置换一部分高成本的平台债、信托、贷款等品种，有利于降低利息成本，减少期限错配，同时支持地方政府将一部分资金腾挪到发展实体经济中。

除了债务置换之外，民生证券研究院认为未来处理存量债务的方式主要还是依赖资产证券化、地方资产管理公司购置不良资产、股权置换债券等方式，处理方式应该是温和和渐进的，这样不仅有利于逐步消化存量债务，避免在破除隐患的过程中出现区域性和系统性风险，还有利于逐步实现未来市场化改革的核心即逐步打破刚性兑付。

王靖称，1万亿可能并未置换掉所有的高成本债务，但开了一个好头，“说明对于解决这个问题，有关部门动作已经具体到细节上，后续可能会有更多的措施出台。”

有利于无风险利率下行

除了对地方政府的影响外，机构人士认为此项举措还有利于无风险利率下行。民生证券研究院在报告认为，一方面，通过资产负债久期匹配，长期看会降低再融资和流动性风险，缓释债务滚动压力；另一方面，未来具有政府担保的高息城投债供给减少，理财产品缺乏高收益资产对接。二者均有利于无风险利率下行（广义无风险利率，包括银行理财）。

北京某债券型基金的基金经理告诉记者，“高收益资产置换成低收益资产，低收益资产谁来买是个问题，央行或财政部可能不一定会采取市场化的方式去做，为了1万亿的额度把市场的无风险利率提高的可能性不大，应该会采取对二级市场影响比较小的模式。但现在市场的焦点不在于怎样置换，而是置换后，高收益的城投债供给会不会减小，我的判断是至少不会是以前那种野蛮式的爆发增长，所以城投债还本付息的压力逐步在缓解，最坏的时刻即将过去，但理财市场也会缺乏这类高收益资产的对接。”

王靖也表达了类似看法。在此以前，城投债的主要受众包括基金、银行理财、券商，在替换后，低息的地方政府债可能不再是基金这类机构的主要投资范围，“多半会由对收益要求不太高的银行来买，但还可以接受部分产品的续发、滚动发行，或一定规模的产业债，这类品种收益可能会达到我们的投资需求。”

陆金所：此公司坏账事件不影响投资者权益

平安陆金所3月12日发表声明称，已注意到近期有关陆金所坏账的报道。据了解，平安国际商业保理（天津）有限公司确有一项应收账款业务目前已进入相关法律程序，详情不便透露。该项目由第三方提供担保，投资者权益完全不受影响，该项目与陆金所P2P业务无关。陆金所一直有较强的风控体系和专业的流程管理，截至目前，未有陆金所用户受到任何投资损失。

原来，3月12日一则消息称，接近陆金所旗下平安国际商业保理的消息源透露，目前累计接近4亿元借款出现问题。其中与陕西金紫阳集团的2.5亿元借款已到期，平安国际方面不得不启用资金池偿还投资人本息。

有业内人士表示，将平安保理事件与陆金所P2P联系起来是误读，陆金所P2P业务是个人对个人的网络借贷服务，其交易量大、人气高、标的小，投资者在投资合同中可以看到明确的借款人身份信息和资金流向。（高改芳）

华安新丝路16日首发

“一带一路”相关主题基金也开始破题。据悉，华安新丝路主题基金将于3月16日至4月10日公开发售，看好“一带一路”战略机遇的投资者可前往中国银行等各大银行、券商以及华安基金网上直销平台认购。

“一带一路”是“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的简称，目前这一战略将进入务实推进阶段。作为相关主题基金，华安新丝路投资在与主题相关的证券资产上的比例将不低于非现金基金资产的80%，而与“一带一路”概念相关的行业包括交通运输、工程机械、工程基建、建筑建材、旅游、金融、沿线区域等；长期来看，消费和高端制造相关行业将是这一战略的最大受益者。

据不完全统计，“一带一路”沿线大多是新兴经济体和发展中国家，总人口约44亿，经济总量约21万亿美元，分别约占全球的63%和29%，是世界上最具发展潜力的经济带。相关部门测算，“一带一路”区域当前基建投资年均投入约1万亿美元，若增速平稳，未来相关地区7年合计的投资额将高达8-10万亿美元，并且未来20年基建投资复合增速要持续保持在15%以上。（田露）

易方达

多只基金表现抢眼

数据显示，从去年10月28日本轮行情启动到今年3月5日，业绩超过40%的基金整体数量不足基金总数的10%，易方达基金公司12只基金业绩超40%，优秀基金数量名列所有基金公司第一名。

天相统计数据显示，所有基金（分级基金只算母基金）从去年10月28日到今年3月5日涨幅超过40%的有235只产品，占非货币基金总数的近10%，主要为蓝筹指数基金、蓝筹精选基金、成长股精选基金和重仓转债的债券基金。

从基金公司来看，易方达基金公司以12只基金数量居首。易方达非银ETF期间涨幅为97.59%，为同期所有基金跨年投资业绩第二名，易方达深100ETF及联接、沪深300ETF及联接、中盘ETF及联接、易方达300量化和50指数基金涨幅均超过40%，其中，易方达沪深300ETF和50指数基金的净值涨幅分别为46.93%和45.96%。

在非指数基金方面，明星基金经理宋昆所管理的易方达新兴成长和科讯两只主动基金涨幅超过40%，这两只基金今年以来业绩均进入主动偏股基金业绩前十，主要受益于今年以来所投资成长股的大涨。易方达安心回报债券基金在此期间涨幅也超过40%。（常仙鹤）

前海开源中航军工分级基金将发行

□本报记者 黄丽

前海开源中航军工指数分级基金将于3月16日发行，该基金将紧密跟踪标的指数——中证中航军工主题指数。该基金A份额属于股票型分级基金中的较高水平，B份额在杠杆的作用下指数具备较大弹性，具备套利机会。由于国家战略的重视，国防军工行业的长期发展前景看好。

前海开源中航军工指数分级基金将投资于良好流动性的金融工具，包括中证中航军工主题指数的成分股、备选成分股、固定收益资产。其持有的股票市值占基金资产的比例为90%－95%。

前海开源中航军工指数分级基金A份额的约定年基准收益率为同期银行人民币一年期定期存款利率（税后）+5%，按照2015年3月1日中国人民银行调整后的利率计算。A份额目前的约定年基准收益率约为7.5%，属于股票型分级基金中的较高水平。

该基金A、B两类份额配比为1:1，使得B份额具有2倍的初始杠杆，在杠杆的作用下指数具备较大弹性，可以小博大。投资者可根据本基金A、B份额的折溢价情况，利用配对转换机制，通过买入卖出、申购赎回等交易手段，实现短期套利。前海开源中航军工指数分级基金拟任基金经理薛小波表示，我国目前多数军工集团资产证券化率偏低，未来还有较大提升空间。

华商健康生活混基发行拟两日闪电结束

□本报记者 曹乘瑜

华商健康生活基金于3月12日开始募集，原定认购截止日为3月25日。在募集期间，由于广大投资者踊跃认购，该基金将于3月13日提前结束募集，在此之前，投资者仍可通过华商基金直销中心及中国建设银行等代销机构进行认购，抢占幸福“制高点”。公告显示，该基金投资于股票资产的比例为0-95%，其中投资于健康生活相关上市公司股票不低于非现金基金资产的80%，此外，该基金申购和赎回的最低金额均为1元，较低的门槛设置吸引众多投资者积极参与。

据银河证券数据统计，2014年华商基金的股票平均主动管理收益率为39.25%，在银河证券2015年1月1日发布的70家基金公司《2013年基金管理公司国内股票投资主动管理能力》中排名第10位，为前十名基金公司参评基金数量最多的，显出公司股票投资管理能力的整体强大。

华商健康生活拟任基金经理蔡建军认为，随着产业转型及消费升级，围绕健康生活的投资主题也将成为一个大链条：节能、环保、旅游、医药、食品饮料、养老及娱乐等板块都值得关注。从资金面来看，随着增量资金的持续流入，将小盘与大盘股对立的方法或已不再适用，未来平行世界成为可能，成长股投资有望回归“真成长”。另外，预计两会后宽松政策将会加速落地，包括继续降准降息等，从而对市场形成有力支撑，为健康生活提供比较好的建仓时机。

嘉实元和上市投资价值分析

海通证券研究所

3月11日，嘉实元和基金公告称其即将于2015年3月16日上市交易。作为国内首只直投基金——嘉实元和封闭混合型基金从募集期开始就处于万众瞩目的状态，其在募集期间更是创造了100亿元的规模一天募集完毕且按不足6成比例配售的募集神话。那么嘉实元和到底是什么样的产品，其下周一上市后表现将如何？

一、嘉实元和产品简介

根据招募说明书显示，嘉实元和将直投中石化销售公司未上市的股权。作为国企改革的焦点，中石化拟通过增资扩股的方式引入社会和民营资本。嘉实元和参与中石化增值项目的权重不高于基金资产的50%，剩余资产全部投资于固定收益类资产。在产品运作模式上，嘉实元和采用了封闭式运作模式，封闭期为3-5年，期间不再打开申赎，为了满足持有人的流动性需求，嘉实元和将择机在交易所挂牌上市。

二、嘉实元和产品估值分析

作为直投中石化销售公司单一增资项目的产品，中石化销售公司的估值无疑是嘉实元和产品估值的最主要因素。中石化销售公司增资项目完成后将择机选择在香港上市，市场预期最快上市时间为今年年底，而作为增资参与其中的嘉实元和所持有的股份为限售股，需在其上市满一年后方可流通。因而中石化销售公司的估值分为3个不同阶段有不同的估值方法。阶段一：在中石化销售公司上市前，基金将对目标公司的估值采用最近市场交易价格法，其中目标公司增资后的市净率应不超过3.5倍，并参考可比公司的市净率（P/B）方法进行估值，根据目标公司的财务报告更新的净资产值对目标公司权益估值进行调整。阶段二：目标公司公开发行股票并上市后，在本基金所持股票的限售期内，本基金每日根据中国证监会关于非公开发行且有明确锁定期的股票价值计算的相关规则对该股票的交易所收盘价进行调整，使用调整后的价格对该股票进行估值；阶段三：限售期满基金所持股票上市流通后，每日使用交易所收盘价对该股票进行估值。

海通研究所基于市场主流估值方法给出了中石化销售公司的估值。我们采用DCF、PE、资产重估等方法对中石化销售公司进行估值。

DCF估值。（1）在得到销售公司预测利润表后，可测算出公司未来自由现金流，预计公司2015—2023年自由现金流在282.24—621.43亿元；（2）销售公司加权平均资本成本为10.33%；（3）永续增长率2%。（4）根据海通证券DCF估值模型，我们认为中石化销售公司价值为3469.58亿元。

PE估值。国外加油站企业的盈利能力强，其PE估值达到20倍以上。销售公司在增长引入投资者后，汽车服务、汽车金融等高盈利的非油品业务快速增长，预计2020年非油品业务在公司毛利中的占比将达到20%以上。我们认为可以给予13—15倍PE。按照2014年中石化销售公司269.65亿元的净利润计算得到中石化销售公司合理价值为3505—4045亿元。

资产重估。按照目前中石化销售公司30233座加油站、393座油库、10108公里管线计算，中石化销售公司评估值为3400亿元。假定单站重置成本900万元，30233座加油站重估值为2720亿元；10108公里管线，预计重估值600亿元；假定单座油库重置成本2000万元，393座加油站重估值为79亿元。这三项资产合计为3400亿元。

综合DCF、PE及资产重估的估值结果，我们认为中石化销售公司的合理价值为3505—3678亿元。相比中石化销售公司增资项目的参与成本，约有40.2-47.1%的增长空间。

三、嘉实元和上市后市场表现分析

作为封闭式基金，在产品到期前只能在二级市场交易，因而投资者更关心二级市场表现。截止2015年3月6日，嘉实元和的净值为1.0152元。从嘉实元和按比例配售的角度而言，可以看出市场对于稀缺产品的追捧程度，我们认为上市相比净值溢价是大概率事件。同时嘉实元和二级市场的价格下限不应该低于参与成本（含0.5%认购费率、按比例配售后申购失败的资金存在占用成以及从产品成立到上市前的4个月资金占用成本）。

作为直投基金，在中石化销售子公司上市之前，嘉实元和的净值基于估值所得，与真实价值偏差较大，因而单纯看嘉实元和上市时的价格相比净值的偏离度意义并不大。我们认为更应该关注的是嘉实元和合理的价值是多少，上市初期如果其价格相比合理价值有较大偏差，则可以提供投资者较好的套利或者投资机会。

那么如何计算嘉实元和的合理价值呢？我们认为需要将嘉实元和的估值分为2段来看。以中石化销售子公司上市时间为节点，基于石化分析师的估值，推断中石化销售公司上市初期涨幅约在40.2-47.1%之间，但由于当时嘉实元和持有的中石化为限售股无法出售，其将承受未来一年的价格波动，我们考虑采用融资融券对冲其净值波动风险，由于是港股，其融资融券成本参考目前香港融资融券成本约为7%，即假设上市初期的价格为P，融资融券成本为r，则考虑融资融券对冲后，中石化上市子公司上市初期的价值为P/(1+r)。如果中石化上市初期的嘉实元和的二级市场价格低于贴现回来的价值，则存在套利空间，有港股融资融券资格的投资者可以买嘉实元和的同时融资融券进行套利操作。

表1 嘉实元和上市初期内在价值敏感性测试表（元）

		0.5年	1年	1.5年	2年	2.5年
市场贴现率	4%	1.1415	1.1230	1.1158	1.1048	1.0931
	5%	1.1384	1.1231	1.1090	1.0934	1.0791
	6%	1.1354	1.1172	1.0995	1.0822	1.0655
	7%	1.1324	1.1114	1.0911	1.0714	1.0524
	8%	1.1295	1.1057	1.0829	1.0609	1.0397
	9%	1.1266	1.1002	1.0749	1.0506	1.0274

资料来源：海通证券研究所

另一段时间为嘉实元和基金上市到中石化销售子公司上市当中的时段，这段时间嘉实元和的估值采用中石化PB估值的方法计算，但我们认为采用中石化销售子公司上市后的交易价格计算得到的嘉实元和净值，按照市场要求的贴现率贴现回来更接近于其合理价值。换言之，如果投资者预测1年后嘉实元和的净值在1.5元，如果其对于1年的投资期限要求的收益率是10%，那么当前如果嘉实元和二级市场的价格低于1.364元（=1.5/1.1），投资者就可以选择买入嘉实元和。

由于中石化上市时间暂不确定，且市场要求的贴现率也有所不同，因而我们采用敏感性分析来测算嘉实元和上市时的合理价值。中石化上市时间考虑为半年后、1年后、1年半后、2年后以及2.5年后。市场贴现成本从4%-9%进行测算，港股融资融券成本假设为7%，中石化销售子公司上市后的涨幅假设为40%。嘉实元和投资于债券的资产收益假设与市场贴现率相当，则测算结果如表1：

可以看到，根据中石化销售公司上市时间的早晚以及市场要求的贴现率不同，嘉实元和上市初期的合理价值可能在1.027-1.14元间不等，由于目前市场上贴现率在5-7%的概率较高，且中石化销售公司在未来1年到1.5年内上市的概率较大，因而我们认为1.09-1.12元更贴近与其合理价值。当然作为封闭式基金，嘉实元和上市初期的价格和合理价值或许并不完全一致，其会受到市场情绪、行业估值、交投活跃度、流动性、持有人结构等多方面因素的影响，因而其相比内在价值或会有一定偏离。但如果偏离过大，则提供了投资者较好的投资机会。

四、风险提示

1、作为直投基金，嘉实元和产品的风险高于普通股票型基金；2、嘉实元和作为封闭式基金，期间只能通过二级市场买卖，存在一定流动性风险。3、嘉实元和上市价格和市场情绪、流动性、持有人结构等多种因素有关，或与内在价值估算存在较大偏差。

-CIS-